

中小板民营企业融资结构 与可观测绩效关系的实证研究

皮羽 皮若涵

(咸宁职业技术学院 湖北咸宁 437100 中南财经政法大学会计学院 武汉 430074)

【摘要】 本文以中小板上市民营企业2010年财务数据为样本,研究民营中小上市公司融资结构对其业绩的影响,以及外部投资者行为对其融资结构的影响。分析发现,民营中小上市公司财务杠杆整体治理效应显著,债务治理效应可以形成可观测的财务绩效。同时,公司绩效变化可以影响公司融资结构:在公司业绩良好时,首先考虑内部融资,使用公司内部的利润盈余;其次利用无风险或低风险负债融资,最后才是股权融资。这种融资顺序也符合融资优序理论。

【关键词】 民营企业 融资结构 公司绩效

民营中小企业已经成为我国国民经济稳定发展的生力军,但是由于诸多因素的制约,民营中小企业运营资金短缺,直接影响民营中小企业的持续发展。因此,本文以我国民营中小上市公司为研究对象,结合我国民营中小上市公司融资的特殊背景,通过经验分析说明民营中小上市公司融资结构的经济效果以及融资结构对公司业绩的反作用。

一、理论分析与研究假设

1. 融资结构对公司绩效的影响。2005年,深圳证券交易所开通了中小企业板块,为中小企业迅速壮大提供了直接融资来源。但是,目前绝大多数民营中小企业缺乏资本市场融资渠道,从而难以获得股票和债券市场融资,同时也难以利用资本市场的评估和监督机制。在这一背景下,外界普遍缺乏有关中小企业财务和其他决策信息,民营中小企业的信息不对称问题更加严重。这种严重的信息不对称会使银行等资金供给方提高对民营中小企业的融资条件,加强对民营中小企业风险控制和贷后监管。负债正是通过最小化“自由现金流”来限定管理者的自主使用权力,形成有效的债务治理机制。因此,我们提出假设1:企业账面价值财务杠杆比率具有负向治理效应,它与公司可观测绩效负相关。

2. 公司绩效对融资结构的反作用。从负债利息结构看,无息负债有较多属于商业信用,期限通常较短,要求较高,但其融资成本较低。有息债务则可能相反,并且公司业绩出现问题可能会影响利息支付。在公司业绩优秀的情况下,公司更有可能获取无息负债。由此提出假设2:金融负债率与绩效负相关。

从负债期限结构看,短期负债由于期限较短,经营者必须为此预留自由现金流量,但是短期负债融资成本较长期负债低。所以经营者在经营绩效提高、拥有充足现金流时会优先考虑采用短期负债融资方式。因此,我们提出假设3:长期负债率与绩效负相关。

由于市场不是完美的,税收、破产成本和信息不对称等因素将使绩效对资本结构产生反作用。对此本文运用特许权价

值假说进行解释。特许权价值假说从收入效应角度入手,认为如果公司能够预期保持高效率的运转,那么高的利润效率会产生大量的经济租。而现有的股东为了确保他们的经济租不会因破产或者清算而丧失,就必须持有更多的股份来维护他们的利益。按照该假说,由于股东为了保护他们从利润效率产生的特许权价值不会因破产或清算的原因而丧失,所以高绩效的企业将选择更高的权益资本比率。

大多数民营中小企业的所有者同时又为管理者,在企业进行融资决策时,管理者站在所有者角度考虑为维护他们持有的高昂的特许权价值而持有更多的权益资本。因此,该类企业一般具有较高的权益资本比。也就是说,绩效的提高将促使股东持有更多的权益资本而导致资产负债率的下降。因此,我们提出假设4:绩效的提高会降低资产负债率。

二、研究设计

1. 研究样本与数据来源。本文所选择的样本为截至2009年12月31日已在深圳中小板发行股票的公司,剔除金融类上市公司以及ST、PT类上市公司,同时只考虑发行A股的公司,总计291家公司,选取其2010年的财务数据。

本文研究数据主要源自CSMAR数据库以及深圳证券交易所网站。实证分析部分主要通过统计软件Stata完成。

2. 变量定义。本文借鉴国内外已有的评价体系选取变量如表1所示:

	变 量	变 量 定 义
业绩 变量	营业利润/总资产(R/A)	R/A = 营业利润/总资产
	净资产收益率(ROE)	ROE = 净利润/净资产
	总资产收益率(ROA)	ROA = 净利润/总资产
融资 结构 变量	资产负债率(LEV)	LEV = 负债总额/总资产
	有息负债率(IDR)	IDR = 金融负债总额/总资产
	长期负债率(LDR)	LDR = 非流动负债总额/总资产

续表1

		变 量	变 量 定 义
控 制 变 量	公 司 治 理 结 构	Ln高管薪酬	报告期高管薪酬总和的自然对数
		领薪比例	高管人员获取薪水人数占全部高管人员比例
		董事会规模	董事会人数
		两职合一	董事长和总经理一人担任取1,否则取0
		第一大股东更换	报告期内第一大股东更换取1,否则取0
	营 运 能 力	应收账款周转率	营业收入/(期初+期末)应收账款总额平均数
		存货周转率	营业收入/(期初+期末)存货总额平均数
		总资产周转率	营业收入/(期初+期末)资产总额平均数
	成 长 能 力	总资产增长率	(期末资产-期初资产)/期初资产
		营业收入增长率	(期末营业收入-期初营业收入)/期初营业收入
		营业利润贡献率	营业利润/利润总额
	其 他	资产规模(SIZE)	公司总资产的自然对数
		上市公司年龄(AGE)	上市公司上市的时间长度,以年份表示

3. 模型设定。根据前文分析,公司融资结构与公司绩效之间互相影响。为了检验融资结构对公司绩效的影响,我们构建如下模型:

$$y_i = \alpha_i + \beta_1 x_i + \delta_1 \zeta_i + \lambda_1 \pi_i + \eta_1 \varphi_i + \theta \text{control} + \varepsilon_i$$

其中: y_i 表示公司可观测绩效, x_i 表示融资结构, ζ_i 是公司治理结构指标, π_i 表示营运能力指标, φ_i 代表成长能力指标, control 为其他控制变量, β 为待回归估计参数, ε 是残差项。

考虑到LEV、IDR、LDR三个指标之间存在自相关性,因此分别将其引入模型采用OLS进行回归,并且采用标准参数检验来确定其显著性。

为检验公司绩效对公司融资结构的影响,我们假定期望收益是增加的,否则人们不会进行投资。因此,采用本期公司绩效作为解释变量,预期负债率作为被解释变量,我们构建如下模型:

$$x_{i+1} = \alpha_i + \beta_1 y_i + \delta_1 \zeta_i + \lambda_1 \pi_i + \eta_1 \varphi_i + \theta \text{control} + \varepsilon_i$$

其中: x_{i+1} 表示 t 时对预期公司负债率的期望,回归过程以 t 时的实际值代替;其他变量定义同上。由于上市公司分布在各个不同产业、地域,各指标在横截面上存在异方差,因此直接利用GLS方法估计。

三、实证结果

1. 描述性统计。模型中各变量描述性统计结果见表2。

变量	N	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
R/A	291	0.072 6	0.059 0	-0.156 9	0.064 2	0.310 5
ROA	291	0.074 2	0.057 6	-0.172 1	0.066 8	0.303 1
ROE	291	0.117 7	0.080 6	-0.245 6	0.109 0	0.368 6
LEV	291	0.383 6	0.194 6	0.021 2	0.370 6	0.939 7
IDR	291	0.194 3	0.164 7	0	0.169 5	0.796 3
LDR	291	0.043 1	0.065 9	0	0.016 3	0.630 0

融资结构指标方面,民营中小上市公司的平均负债率为38.4%,负债水平偏高,并且负债水平在公司间的波动范围较

大。对于资产负债率和有息负债率的均值和中位数相差不大,说明数据是对称分布的,而长期负债率偏低说明我国民营中小上市公司债务期限结构极不平衡,大多数企业没有通过长期借款渠道进行融资,短期债务占绝大比例。总体来看,民营中小上市公司融资能力相差较大,并且存在部分企业没有金融负债和长期负债。

财务状况指标方面,民营中小上市公司净资产收益率均值为11.77%,高于一般认为业绩优秀的标准10%。这可能与我国中小企业上市时间很短有关,因为我国上市公司往往在上市初期的业绩较为优秀。

2. 融资结构对公司可观测绩效影响的回归结果。由下页表3回归结果可以发现,可观测绩效变量与融资结构变量之间存在一定的关系,负债程度与公司可观测绩效具有负相关关系,负债程度越高,公司盈利能力越低。也就是说,债务对公司财务绩效具有负向的治理效应,假设1得到检验。

3. 公司可观测绩效对融资结构影响的回归结果。由下页表4回归结果可以得出,公司可观测绩效指标与资产负债率负相关且在统计意义上具有显著性,假设4得到检验。并且长期负债率与公司可观测绩效变量呈显著负相关,说明公司绩效提高时,公司在对融资方式的选择上会首先考虑内部利润留存以及短期负债,因此长期负债会降低,长期负债率下降,假设3得到检验。另外,有息负债率与公司可观测绩效变量负相关,在公司业绩优秀时,会树立更良好的企业形象,更有可能获得商业信用等无息负债,并且公司也会选择这种成本更低的无息负债融资方式,所以公司绩效提高时,反映有息负债的金融负债率会降低,假设2得到检验。

也就是说,在企业业绩优秀的情况下,企业会优先考虑成本最低的内部留存收益和无息负债融资,以及融资成本较低的短期负债融资,这也是符合融资优序理论。

四、结论

我们的实证研究发现:资本结构对盈利具有负的影响,并且是显著相关的,说明民营企业财务杠杆具有负向的治理效应。营业利润/总资产与资产负债率和流动负债/总资产比率均显著负相关,营业利润是企业盈利的核心,具有长期的持续性,是利润构成中最稳定的部分,因此营业利润是衡量盈利能力的较好的指标,能够较准确地反映回归结果。

公司业绩对公司融资方式的选择具有一定作用,当公司业绩提高时,公司更可能选择低成本的融资方式,如内部融资、商业信用、短期负债等。根据融资优序理论,当公司存在资金缺口需要融资时将按照以下顺序:首先考虑内部融资,使用公司内部的利润盈余;其次利用无风险或低风险负债融资;最后才是股权融资。我们的研究结果符合融资优序理论。

局限于目前的条件或认识,我们的研究存在一些不足,可能导致研究结论的不全面。研究中所有数据都采用账面数据,笔者也选用Tobin'Q值(账面负债与权益市价之和/账面资产)作为盈利指标,但与资本结构无相关性。众多其他因素未进入模型,并不排除无显著线性影响,也不排除影响是间接的或非线性的,具体还有待更进一步研究。

表3 融资结构对公司绩效影响的回归结果

	营业利润/总资产			总资产利润率			净资产利润率		
资产负债率	-0.177 1*** (-9.96)			-0.173 6*** (-9.92)			-0.096 9*** (-3.63)		
有息负债率		-0.161 8*** (-8.01)			-0.159 0*** (-8.00)			-0.135 8*** (-4.80)	
长期负债率			-0.218 6*** (-3.61)			-0.207 9*** (-3.48)			-0.126 5 (-1.56)
高管薪酬	0.027 5*** (5.98)	0.024 9*** (4.99)	0.037 1*** (7.21)	0.025 8*** (5.70)	0.023 3*** (4.73)	0.035 3*** (7.02)	0.042 6*** (6.20)	0.037 0*** (5.29)	0.047 8*** (7.01)
总资产周转率	0.018 7*** (3.74)	0.011 7** (2.27)	0.003 7 (0.65)	0.015 9*** (3.22)	0.009 0 (1.78)	0.001 3 (0.23)	0.024 0*** (3.20)	0.021 3*** (2.96)	0.015 7** (2.06)
总资产增长率	0.027 9*** (2.69)	0.027 3** (2.50)	0.018 8 (1.60)	0.047 4*** (4.65)	0.046 8*** (4.36)	0.038 4*** (3.31)	0.075 3*** (4.85)	0.077 8*** (5.10)	0.070 4*** (4.47)
营业利润贡献	0.028 7*** (2.96)	0.027 4*** (2.69)	0.031 3*** (2.82)	0.010 9 (1.15)	0.009 6 (0.96)	0.013 6 (1.24)	0.017 3 (1.19)	0.014 0 (0.98)	0.018 5 (1.25)
公司规模	0.009 4** (2.05)	0.000 5** (0.11)	-0.005 9 (-1.20)	0.005 9 (1.31)	-0.002 8 (-0.63)	-0.009 2* (-1.91)	0.014 0** (2.02)	0.012 4** (1.93)	0.005 7 (0.87)
上市年龄	0.003 7** (1.98)	0.002 1** (1.07)	0.001 6 (0.77)	0.004 2** (2.32)	0.002 7 (1.41)	0.002 2 (1.07)	0.005 3* (1.89)	0.004 7** (1.74)	0.004 2 (1.48)
截距	-0.521 6	-0.322 9	-0.345 7	-0.416 2	-0.221 4	-0.241 7	-0.802 2	-0.706 3	-0.708 1
Ad.R-squ	0.402 4	0.339 4	0.219 7	0.393 9	0.331 4	0.208 0	0.293 6	0.317 2	0.265 5
F	14.61***	11.39***	6.69***	14.14***	11.02***	6.31***	9.4***	10.39***	8.31***

表4 公司绩效对融资结构影响的回归结果

	资产负债率			有息负债率			长期负债率		
营业利润/总资产	-1.521 5*** (-9.96)			-1.189 3*** (-8.01)			-0.210 9*** (-3.61)		
总资产利润率		-1.542 3*** (-9.92)			-1.208 9*** (-8.00)			-0.207 4*** (-3.48)	
净资产利润率			-0.483 3*** (-3.63)			-0.579 9*** (-4.80)			-0.070 9 (-1.56)
高管薪酬	-0.007 4*** (-0.52)	-0.009 6 (-0.67)	-0.043 6** (-2.69)	-0.042 5** (-3.06)	-0.044 1*** (-3.19)	-0.060 9*** (-4.13)	-0.002 2 (-0.40)	-0.002 7 (-0.50)	-0.007 0 (-1.26)
董事会人数	0.009 8 (1.59)	0.010 6* (1.72)	0.011 9* (1.68)	0.012 2** (2.03)	0.012 8** (2.13)	0.013 2** (2.05)	0.001 8 (0.74)	0.001 9 (0.79)	0.002 0 (0.84)
存货周转率	0.000 0 (1.01)	0.000 1 (1.07)	0.000 1 (1.09)	0.000 1** (2.14)	0.000 2** (2.19)	0.000 2** (2.12)	0.000 3*** (9.56)	0.000 3*** (9.57)	0.000 3*** (9.46)
总资产周转率	0.074 3*** (5.17)	0.070 4*** (4.91)	0.071 4*** (4.32)	0.034 3** (2.46)	0.031 3** (2.24)	0.035 7** (2.37)	-0.016 4** (-2.98)	-0.016 9** (-3.08)	-0.016 7*** (-2.96)
总资产增长率	0.086 8** (2.87)	0.117 6*** (3.82)	0.094 3** (2.64)	0.083 0*** (2.82)	0.107 1*** (3.58)	0.102 8** (3.17)	0.011 2 (0.96)	0.015 2 (1.29)	0.012 5 (1.02)
公司规模	0.098 0*** (8.00)	0.093 0*** (7.53)	0.115 8*** (8.35)	0.057 1*** (4.79)	0.053 1*** (4.43)	0.071 6*** (5.68)	0.020 1*** (4.29)	0.019 5*** (4.12)	0.022 6*** (4.77)
上市年龄	0.017 0** (3.17)	0.018 0*** (3.35)	0.017 5** (2.85)	0.008 3 (1.61)	0.009 1* (1.75)	0.009 4* (1.70)	0.003 6** (1.76)	0.003 7* (1.82)	0.003 6* (1.76)
截距	-1.795 6	-1.646 2	-1.695 1	-0.604 3	-0.488 0	-0.660 8	-0.365 1	-0.343 2	-0.353 7
Ad.R-squ	0.513 6	0.512 4	0.365 3	0.373 1	0.373 0	0.284 9	0.389 1	0.387 2	0.365 3
F	22.34***	22.25***	12.63***	13.03***	13.03***	9.05***	13.87***	13.77***	12.63***

主要参考文献

1. 陈小悦,李晨.上海股市的收益与资本结构关系实证研究.北京大学学报(哲学社会科学版),1995;1
2. 陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究.会计研究,1998;8

3. 王娟,杨凤林.中国上市公司资本结构影响因素的最新研究.国际金融研究,2002;8
4. 杨宜.民营企业中小企业融资问题研究.北京:科学出版社,2009
5. 杨娟.中小企业融资结构:理论与中国经验.北京:中国经济出版社,2008